

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Kemajuan dunia bisnis didorong oleh perkembangan ekonomi suatu negara. Hal ini menyebabkan kebutuhan dana untuk investasi pada dunia bisnis menjadi semakin besar. Kebutuhan dana ini dapat berasal dari sumber dana pinjaman maupun modal sendiri. Modal pinjaman dapat dilakukan dengan menerbitkan obligasi maupun meminjam dana kepada pihak ketiga, sedang modal sendiri dapat berasal dari menerbitkan saham ataupun laba ditahan.

Adanya keterbatasan modal sendiri memungkinkan perusahaan menggunakan modal pinjaman guna memanfaatkan kesempatan berinvestasi. Disamping itu, penggunaan pinjaman dalam struktur modal perusahaan dapat memperoleh penghematan pajak akibat adanya biaya bunga yang harus dibayar perusahaan. Walaupun manfaat yang diperoleh memberikan peningkatan pendapatan bagi perusahaan, tetapi penggunaan pinjaman yang tidak hati-hati akan meningkatkan risiko keuangan perusahaan yaitu terjadinya gagal bayar sehingga kepercayaan kreditur terhadap perusahaan akan menurun atau bahkan perusahaan akan mengalami likuidasi (Kestens, et al, 2012).

Modal sendiri dapat diperoleh melalui penerbitan dan penjualan saham di pasar modal. Untuk perusahaan yang baru pertama kali melakukan penjualan di pasar modal dapat melakukan *Intial Public Offering (IPO)*. Sebagai aksi korporasi bagi suatu perusahaan, IPO dapat membentuk harga saham perusahaan, sehingga nilai perusahaan menjadi lebih terukur (Liu, et al, 2013). Harga saham perdana pada pelaksanaan IPO ditentukan berdasarkan kesepakatan antara emiten dan penjamin emisi (*underwriter*). Harga saham ini akan

mengalami perubahan seiring adanya permintaan dan penawaran dari investor terhadap saham perusahaan di pasar sekunder.

Penentuan harga saham perdana dapat menimbulkan perbedaan kepentingan antara emiten dan *underwriter*. Emiten mengharapkan dapat menjual sahamnya dengan harga yang optimum sementara *underwriter* sebagai penjamin emisi yang akan menjualkan saham perusahaan kepada investor mengharapkan harga yang rendah, agar investor dapat membeli saham IPO dan *underwriter* akan memperoleh return yang optimal dari penjualan saham emiten (Razafindrambinina, et al, 2013).

Penawaran saham IPO merupakan kesempatan bagi investor yang ada untuk meraih keuntungan besar, karena untuk pertama kali saham emiten akan mendapatkan nilai pasar yang mencerminkan harapan untuk pertumbuhan masa depan perusahaan. Tujuan perusahaan melakukan IPO biasanya untuk kepentingan pemenuhan modal kerja perusahaan maupun untuk membuka pasar publik dimana para pendiri dan pemegang saham lainnya dapat mengkonversikan kepemilikan mereka ke dalam bentuk uang tunai di masa depan (Ritter dan Welch, 2002). Kondisi ini menimbulkan dampak bahwa pelaksanaan IPO suatu perusahaan sangat diminati masyarakat. Hal ini disebabkan pada masa penawaran awal (*book building*) permintaan akan saham meningkat. Respon yang selalu berhubungan dengan jumlah permintaan yang lebih banyak daripada jumlah saham yang tersedia (*oversubscription*), sehingga akan meningkatnya harga saham pada penawaran perdananya.

Tingginya permintaan atas saham IPO menyebabkan harga saham mengalami kenaikan, sehingga investor yang berinvestasi akan memperoleh keuntungan. Kondisi ini menyebabkan harga saham perdana lebih rendah dari harga yang terjadi pada saat saham IPO mulai diperdagangkan di pasar sekunder atau disebut *underpricing*. Pada saat *underpricing*, harga saham mengalami kenaikan dari harga perdana, sehingga investor

dimungkinkan memperoleh *abnormal return*. Kondisi *underpricing* biasa dikondisikan oleh *underwriter* agar diperoleh *fee* dari penjualan saham IPO. *Underwriter* akan menetapkan harga yang lebih rendah dari yang ditentukan oleh emiten agar investor dapat membeli dan memperoleh keuntungan dari investasi pada saham IPO.

Banyak investor yang memperoleh keuntungan yang sangat tinggi pada saat melakukan IPO. Hanya sayangnya *moment* IPO ini seringkali dimanfaatkan sebagian investor besar ataupun institusi untuk berspekulasi. Hal ini dinyatakan oleh Sanusi (dalam <https://investasi.kontan.co.id/news/-ipo-saat-ini-berpotensi-bahayakan-pasar-modal>) bahwa pada peristiwa IPO banyak dimanfaatkan investor untuk melakukan aksi menggoreng saham. Hal ini dalam jangka panjang akan membahayakan pasar modal karena fundamentalnya tidak sesuai untuk dilakukan investasi. Perilaku investor seperti ini akan berdampak pada investor lain yang ikut-ikutan (*herding behaviour*) tanpa melakukan analisis fundamental atas saham yang akan dibelinya. Interaksi sosial ini dapat mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan transaksi (Nofsinger, 2005).

Seharusnya investor menjadikan informasi fundamental perusahaan sebagai dasar pertimbangan investor dalam melakukan investasi. Hal ini disebabkan, perusahaan akan semaksimal mungkin mengusahakan peningkatan kinerja keuangan perusahaan lebih baik dari tahun ke tahunnya. Dengan adanya *Efficient Market Hypothesis Theory* maka para analis atau pimpinan perusahaan berusaha keras untuk memaksimalkan kinerja terbaiknya bagi perusahaan. Kinerja perusahaan merupakan informasi yang harus disampaikan ke publik agar tidak terjadi *asymmetric information* (Malkiel, 2003).

Fama (1970) berpendapat bahwa pasar dapat dikatakan efisiensi karena adanya dua alasan utama, yaitu (1) pada pasar efisien menunjukkan bahwa harga cenderung bereaksi berlebihan (*overreaction*) terhadap suatu informasi. Tetapi, frekuensi munculnya

underreaction akan sama dengan jumlah frekuensi munculnya *overreaction*, sehingga dari kejadian anomali ini akan membentuk suatu *market efficiency*, (2) apabila anomali pengembalian jangka panjang sangat besar hal ini tidak dapat dijadikan suatu peluang, maka hal ini membuat pembagian antara *overreaction* dan *underreaction* mendorong terjadinya *market efficiency* (Sprenger & Welp, 2011). Timbulnya *overreaction* dan *underreaction* menunjukkan bahwa informasi yang dipublikasikan dapat direspon oleh pasar sehingga terjadinya *abnormal return* yang akan diterima oleh investor.

Informasi yang tidak dipublikasikan ke publik menyebabkan *asymmetric information* sehingga penilaian pihak luar perusahaan menjadi rendah terhadap kinerja perusahaan. Melalui publikasi informasi akan berdampak positif bagi posisi perusahaan di pasar modal. Dengan mengasumsikan bahwa semua harga-harga saham mencerminkan seluruh informasi publik, sehingga harga saham akan segera menyesuaikan diri terhadap semua informasi publik yang baru saja diinformasikan. Hal ini disebabkan, informasi yang disampaikan ke publik dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menilai prospek perusahaan di masa yang akan datang (Mikolajek, 2014).

Pada berbagai literatur keuangan ditemukan dua pendekatan yang paling banyak digunakan dalam pengujian IPO. Kedua pendekatan tersebut yaitu pendekatan *adverse selection*, dan pendekatan *signaling*. Hasil penelitian dalam konteks beberapa perusahaan di berbagai negara menunjukkan adanya benang merah dimana pendekatan *adverse selection*, dan pendekatan *signaling* mengacu pada teori adanya *asymmetric information* antara penjual dan pembeli, emiten dengan *underwriter*, maupun antara investor yang memiliki informasi dan tidak memiliki informasi.

Adverse selection berkaitan dengan alokasi saham dan volume perdagangan saham. Pendekatan ini menyatakan bahwa *underpricing* merupakan konsekuensi dari tingkah laku

rasional oleh penerbit saham pada karakteristik lingkungan oleh adanya *asymmetric information* diantara investor yang potensial. Investor memiliki perbedaan informasi mengenai perusahaan sehingga biasanya kompetisi investor sangat ketat pada saham yang sangat bagus dikarenakan investor memiliki informasi akan memesan lebih banyak sementara pada saham yang dianggap berkinerja biasa-biasa saja akan memperkecil pemesanan. Penelitian tentang pendekatan ini telah dilakukan oleh Rock (1986), Beatty & Ritter (1986), Carter & Manaster (1990), Koh & Walter (1989), Ritter (1984) dan McStay (1992), Ritter & Welch (2002), Schrand & Verrecchia (2005), dan Ljungqvist (2007).

Pendekatan *signaling* membahas adanya *asymmetric information*, dimana orang dalam perusahaan lebih banyak mengetahui informasi perusahaan, sehingga tindakan perusahaan merupakan signal kepada pihak diluar perusahaan. Signal yang berikan adalah signal bagi saham perusahaan yang berkualitas dan harga saham yang bagus sehingga investor mendapat keuntungan dengan membeli saham tersebut. Beberapa penelitian yang dilakukan oleh Allen & Faulhaber (1989), Grinbalt & Hwang (1989), Welch (1989), Nanda (1988), Sherman & Titman (2002), dan Weld et al (2009).

Harga saham pada penawaran perdana yang relatif rendah disebabkan adanya *asymmetric information* di pasar perdana (Trisnawati, 2007). *Asymmetric information* dapat terjadi antara emiten dengan *underwriter* sebagai penjamin emisi (Baron, 1982), atau antara investor yang memiliki informasi dan investor yang tidak memiliki informasi (Rock, 1986). Pada model Baron, *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan terhadap saham emiten dibandingkan dengan emiten sendiri, sehingga *underwriter* akan memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk memperoleh kesepakatan optimal dengan emiten, agar dapat memperkecil risiko keharusan membeli saham yang tidak laku terjual. Kurangnya informasi yang dimiliki emiten, sehingga emiten harus menerima harga yang

murah bagi penawaran sahamnya. Sementara model Rock, *asymmetric information* terdapat antara investor yang memiliki informasi dengan yang tidak memiliki informasi. Investor yang memiliki informasi mengetahui lebih banyak mengenai prospek emiten, sehingga kelompok investor ini hanya berinvestasi pada saham-saham yang *underpriced*. Kelompok investor yang tidak memiliki informasi menerima alokasi saham yang tidak proporsional, sehingga agar kelompok investor ini dapat berpartisipasi dalam penawaran perdana maka emiten akan menerima penetapan harga yang murah (*underpriced*) bagi penawaran sahamnya.

Kondisi *underpricing* dalam aksi korporasi IPO ditemukan diberbagai negara. Hasil penelitian Aggrawal (1993) *underpricing* terjadi di negara-negara Amerika Latin periode 1980-1990. Bukti empirik lainnya menunjukkan bahwa tingkat *underpricing* di Malaysia mencapai 46,55% (Yeap, 2006), Turki mencapai 13,6% dan Singapura mencapai 31,4% (Loughran & Ritter, 2000), USA mencapai 22% (Lowry et al, 2006). Adapun fenomena *underpricing* yang ditemukan pada berbagai penelitian perusahaan di Indonesia diantaranya, *underpricing* sebesar 15% pada hampir semua emisi saham perdana selama tahun 1989-1994 di BEJ, kemudian hasil penelitian Martani, dkk (2012) menunjukkan *underpricing* sebesar 28,18% selama periode 1994-2006. Penelitian lain yang menunjukkan adanya fenomena *underpricing* hasil penelitian Prastiwi dan Kusuma (2011) dan Setiobudi, dkk. (2011).

Tingkat *underpricing* yang terjadi di Indonesia pada periode penelitian dari tahun 2007-2013 ditunjukkan pada table sebagai berikut :

Tabel 1.1

Perkembangan Saham IPO yang *Underpricing* Periode 2007-2013 di Bursa Efek Indonesia

Tahun	Jumlah Emiten	Jumlah Emiten <i>Underpricing</i>	Persentase Emiten <i>Underpricing</i>	Rata-Rata <i>Underpricing/Tahun</i>
2007	23	21	91.30%	36.44%
2008	17	14	82.35%	28.88%
2009	13	8	66.67%	10.57%
2010	23	22	95.65%	28.92%
2011	25	17	72.00%	11.08%
2012	27	24	92.59%	25.48%
2013	33	24	78.79%	16.08%

Sumber : e-bursa.com dan data telah diolah

Dari table 1.1 di atas menunjukkan perusahaan yang melakukan IPO dari tahun ke tahun mengalami kenaikan. Artinya kebutuhan dana perusahaan sudah tidak dapat dipenuhi dari pinjaman atau laba ditahan. Untuk memenuhi kebutuhan dana guna investasi ataupun restrukturisasi, perusahaan memilih melakukan *initial public offering*.

Di Indonesia perusahaan yang melakukan IPO dari tahun 2007 sampai dengan 2013 mayoritas mengalami *underpricing*. *Underpricing* tertinggi terjadi pada tahun 2007 dimana harga saham IPO lebih rendah 36.44% dibandingkan dengan harga saham perdananya. Selain karena tingginya permintaan harga saham, *underpricing* dari 21 perusahaan IPO terjadi juga disebabkan karena terjadinya kondisi bursa yang mengalami *bullish*, sebagaimana yang ditunjukkan oleh pergerakan IHSG sejak tahun 2006 sampai dengan 2007 yang mengalami rata-rata pertumbuhan di atas 50%, bahkan IHSG berhasil mencatatkan rekor tertinggi dalam sejarah pasar modal pada bulan Januari 2008 (<https://economy.okezone.com/read/2008/12/23/278/176223/ihsg-2007-pantang-mundur-2008-susah-maju>). Pengaruh kondisi ekonomi terhadap fenomena *underpricing* juga terlihat pada tahun 2009, dimana pada periode tersebut situasi ekonomi yang menurun berdampak

pada menurunnya tingkat *underpricing* menjadi 10.57% dari 13 emiten yang melakukan IPO.

Naik turunnya harga saham ditentukan oleh persepsi investor terhadap informasi yang dipublikasikan di pasar modal. Informasi sebagai bahan baku bagi investor dalam mempertimbangkan investasi yang akan dilakukannya. Disamping itu, informasi pada perusahaan yang melakukan IPO merupakan informasi yang penting bagi penjamin emisi dalam menentukan harga saham perdana yang layak untuk ditawarkan kepada investor pada proses *book building*. Dengan semakin banyaknya informasi yang terungkap mengenai perusahaan, maka tingkat ketidakpastian dapat diminimalisir sehingga dapat mengurangi kekhawatiran investor dalam membuat keputusan investasi yang lebih tepat (Ozdemir & Upneja, 2016).

Informasi yang disampaikan oleh perusahaan IPO merupakan sinyal bagi investor tentang prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Pada saat melakukan penawaran saham perdana, investor yang akan berinvestasi pada saham IPO tidak sepenuhnya dapat membedakan perusahaan yang memiliki kualitas baik dan buruk. Hal ini disebabkan investor tidak memiliki informasi, sehingga investor akan menganggap sama untuk perusahaan yang melakukan IPO. Oleh karena itu, dengan memberikan informasi melalui prospektus dapat mengurangi *asymmetric information* yang terjadi antara pihak perusahaan dan investor. Perusahaan yang berkualitas baik akan dengan sengaja memberikan sinyal pada pasar melalui informasi tentang kinerja perusahaan. Melalui informasi ini diharapkan pasar dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk. Sinyal yang disampaikan oleh perusahaan kepada pasar haruslah sinyal yang tidak mudah ditiru (Megginson, 1997).

Sinyal yang diberikan oleh perusahaan dapat direspon secara positif atau negatif. Hal ini tentunya didasarkan pada persepsi investor terhadap informasi yang diterimanya. Informasi yang baru dan belum diketahui sebelumnya akan merubah harga yang ada di pasar. Perubahan harga terjadi dengan cepat sehingga tidak memungkinkan perusahaan melakukan eksploitasi terhadap harga saham perusahaan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga saham, semakin efisien pasar modal tersebut.

Hasil penelitian Allen dan Faulhaber (1989) menunjukkan bahwa perusahaan yang berkualitas akan melakukan *underpricing* dan ini tidak mudah untuk ditiru oleh perusahaan yang kualitasnya buruk. Berbagai penelitian terkait fenomena *underpricing* ditemukan dalam berbagai literatur, mayoritas diantaranya melakukan pengujian faktor determinan terjadinya *underpricing*. Melalui analisis determinan dapat diketahui informasi relevan yang dipertimbangkan investor dalam keputusan berinvestasi pada saham IPO.

Beberapa informasi yang mempengaruhi *initial return* pernah diteliti oleh beberapa penelitian. Seperti penelitian Ratnasari & Hudiwinarsih (2013) membagi informasi menjadi informasi keuangan yang terdiri dari profitabilitas (ROE) dan *financial leverage* (DER), informasi non-keuangan yang terdiri dari reputasi KAP dan reputasi *underwriter*. Penelitian Dwijayanti & Wirakusuma (2015) membagi informasi menjadi informasi keuangan terdiri dari PER, DER, ukuran perusahaan, dan informasi non-keuangan terdiri dari reputasi *auditor* dan reputasi *underwriter*. Penelitian Yuliana (2013) membagi informasi menjadi informasi keuangan terdiri dari variabel keuangan yaitu *current ratio*, *debt to equity ratio*, *ROA*, *total assets turnover*, *price to book value*. Sedangkan variabel non-keuangan yaitu ukuran perusahaan, umur perusahaan, persentase penawaran saham dan kinerja saham. Penelitian Ardiansyah (2004) menggunakan variabel keuangan yang terdiri dari ROA, *financial leverage*, *earning per share*, ukuran perusahaan, pertumbuhan laba, *current ratio*.

Disamping itu, informasi yang spesifik dan secara konsisten ditemukan dalam penelitian *initial return* adalah ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, persentase saham yang ditawarkan, jenis industri, dan tingkat suku bunga, sebagaimana yang ditemukan pada penelitian Beatty (1989), Carter et al (1998), Kim et al (1993), Krinsky and Lee (1995), Balvers et al (1998), Habib & Ljungqvist (2001), Loughran and Ritter (2002), Durukan (2002), Lowry (2006), Derrien and Kecsker (2007), Ameer (2012), dan Zhou (2012). Khususnya dalam setting perusahaan di Indonesia, dilakukan oleh Nurhidayati & Nur Indriantoro (1998), Achyani (1999), Ghazali & Mudrik (2002), Aryani & Rahmawati (2003), Ardiansyah (2004), Martani & Yolana (2005), Suyatmin & Sujadi (2006), Trisnawati (2007), Yoga (2010), dan Martani & Syahroza (2012). Mengacu pada beberapa penelitian diatas maka variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah informasi keuangan terdiri dari ukuran perusahaan, *leverage* (DER), dan *profitabilitas* (EPS). Sedang informasi non-keuangan terdiri dari umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, dan persentase jumlah penawaran saham.

Ukuran perusahaan dapat meningkatkan *underpricing* (Krinsky & Lee, 1995). Semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat ketidakpastiannya semakin kecil, karena perusahaan besar memiliki tingkat *asset* yang besar untuk menjalankan operasional perusahaannya. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *underpricing* diteliti oleh Abdul & Yong (2010), Ismiyanti & Armansyah (2010), Arman (2012), Herawati (2017), How, et al. (1995), yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *initial return*. Sementara hasil penelitian Retnowati (2013) menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *underpricing*. Penelitian lainnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan

tidak berpengaruh terhadap *initial return*, diantaranya hasil penelitian Ardiansyah (2004), Susilowati (2010), dan Saputra & Suaryana (2016).

Leverage merupakan aspek fundamental yang akan dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi saham IPO (Kim, 1993 dan Dalyono, 2000). Investor dapat mempersepsikan informasi tingkat hutang yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki prospek investasi yang menguntungkan yang akan memberikan keuntungan dimasa depan, sehingga berdampak pada meningkatnya *initial return* sebagaimana ditemukan pada penelitian Trisnawati (2007). Sebaliknya investor juga dapat mempersepsikan tingkat hutang yang tinggi sebagai situasi perusahaan memiliki resiko usaha yang tinggi yang akan mengancam keberlangsungan perusahaan sehingga berdampak pada menurunnya *initial return*. Hal ini sejalan dengan penelitian Ghozali & Mudrik (2002), dan Ardiansyah (2004).

Berbeda dengan penelitian di atas, hasil penelitian Ratnasari & Hudiwinarsih (2013), menunjukan *leverage* tidak berpengaruh terhadap *underpricing*. Demikian juga dengan hasil penelitian Wahyusari (2013), Witjaksono (2012) dan Putra, dkk (2016), yang menemukan bahwa perubahan *leverage* tidak berdampak pada perubahan *initial return*.

Determinan *initial return* yang juga banyak diteliti adalah profitabilitas yang salah satunya diukur dengan EPS (*Earning per Share*). Dengan mengetahui nilai EPS memungkinkan pemegang saham dapat memperoleh keuntungan secara langsung tanpa harus menjual sahamnya (<http://hdx.co.id/index.php/content/detail/38/Apa-itu-analisa-fundamental>). EPS merupakan indikator umum yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai perusahaan. Perusahaan dengan EPS yang meningkat dipersepsikan kemampuan perusahaan dalam mensejahterakan pemegang saham, sehingga berdampak pada meningkatnya *initial return*. Hasil penelitian menunjukkan EPS berpengaruh terhadap *underpricing* (Retnowati, 2013 dan Emilia, dkk, 2008). Sebaliknya

sebagian investor mempersepsikan peningkatan EPS tidak menjamin akan memberikan pendapatan dividen yang tinggi sehingga berdampak pada menurunnya *initial return* (Ardiansyah, 2004).

Penelitian lainnya menunjukkan peningkatan EPS tidak selalu berdampak pada peningkatan *initial return* sebagaimana yang ditemukan pada penelitian Prawesti & Indrasari (2014), Luftianto (2013), Hermuningsih (2014), Wiguna & Yadnyana (2015) dan Sardju (2014).

Peningkatan umur perusahaan akan berdampak pada peningkatan *initial return* (Durukan, 2002) dan Christy (1996). Semakin lama perusahaan dapat bertahan, kemungkinan perusahaan untuk mengembalikan investasi akan semakin besar karena sudah memiliki pengalaman. Sebaliknya hasil penelitian Martani & Yolana (2005) dan Beatty & Ritter (1986) menyatakan bahwa perusahaan akan semakin tidak efisien seiring dengan berjalannya waktu, sehingga berdampak pada penurunan *initial return*. Penelitian lain menunjukkan umur perusahaan saja tidak dapat dijadikan patokan dalam melihat kualitas perusahaan. Oleh karena itu, investor tidak mempertimbangkan umur perusahaan dalam menilai emiten yang melakukan IPO (Saputra dan Suaryana, 2016).

Perusahaan dengan kepemilikan institusional dalam perusahaan sangat penting, karena kepemilikan institusional sebagai pengendali perusahaan atas tindakan-tindakan manajer yang bersifat oportunis. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi memiliki kemampuan untuk mengambil alih perusahaan, sehingga situasi ini dapat memaksa manajer menjadi lebih efisien dalam menjalankan operasinya (Ongore, 2011). Tingginya struktur kepemilikan institusional dalam perusahaan IPO dapat mengurangi ketidakpastian, sehingga dapat mengurangi *underpricing* (Yoga, 2010). Pengujian determinan kepemilikan institusional terhadap *initial return* masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten, Hidayati

dan Yuyetta (2015) menemukan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *underpricing*.

Underwriter sebagai penjamin emisi merupakan pihak yang menjembatani keinginan perusahaan dan investor. *Underwriter* sebagai pensertifikasi harga saham emiten dianggap oleh investor memiliki informasi, sehingga ketika perusahaan menyampaikan suatu informasi akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal adanya peristiwa tertentu yang dapat mempengaruhi *initial return* (Teoh, et al, (1998), Daljono (2000), Chua (2014) dan Luftianto (2013). Beberapa penelitian menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh positif terhadap inisial return (Nasirwan, 2000). Sebaliknya penelitian Su & Bangassa (2011) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* memiliki pengaruh yang sangat kecil terhadap *initial return*, dan Beatty (1989) menyatakan bahwa reputasi *underwriter* berpengaruh negatif. Bertolak belakang dengan penelitian yang dijelaskan sebelumnya Wiguna & Yadnyana (2015), Prawesti dan Indrasari (2014), Gautama dkk (2015) dan Kim, et al (1995) menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *initial return*.

Auditor sebagai salah satu profesi penunjang pasar modal. Hasil pemeriksaan laporan keuangan yang dilakukan oleh *auditor* menjadi informasi yang sangat penting dan merupakan salah satu dasar dari investor melakukan investasi pada saham tersebut. Michaely dan Shaw (1995) menyatakan bahwa peranan *auditor* sangat penting dalam proses IPO dimana keberadaan *auditor* dapat menambah keputusan investor untuk berinvestasi pada saham IPO sehingga kredibilitas *auditor* sangat dibutuhkan ketika perusahaan melakukan *go public* (Menon & Williams, 1991). *Auditor* yang bereputasi akan memberikan opini yang senyatanya dengan kondisi kinerja yang sudah dicapai perusahaan, sehingga akan meningkatkan kepastian dan kepercayaan investor dalam melakukan investasi pada saham

IPO. *Auditor* yang bereputasi akan menurunkan tingkat *underpricing* karena *auditor* yang bereputasi memberikan tingkat kepastian yang tinggi terhadap prospek perusahaan yang melakukan IPO.

Persentase jumlah penawaran saham merupakan jumlah saham yang akan ditawarkan oleh perusahaan ke publik. Jumlah saham yang dilepas perusahaan sangat penting untuk diperhatikan karena akan sangat erat kaitannya dengan likuiditas saham di pasar sekunder. Perusahaan yang menawarkan sahamnya dalam jumlah kecil biasanya pemegang saham lama tidak ingin melepas sahamnya, sehingga disatu sisi kondisi ini menyebabkan informasi privat yang dimiliki oleh pemilik. Pemilik modal lama akan tetap menginvestasikan modalnya pada perusahaan jika mereka yakin akan prospek perusahaan di masa yang akan datang, sehingga mereka tidak akan menginvestasikan modalnya pada perusahaan lain (Leland & Phyle, 1977 dan Hursti & Maula, 2007). Informasi tingkat kepemilikan saham oleh pemegang saham lama akan digunakan oleh investor sebagai sinyal bahwa prospek perusahaannya baik. Semakin besar tingkat kepemilikan yang ditahan, semakin kecil persentase saham yang ditawarkan. Hal ini akan memperkecil tingkat ketidakpastian pada masa yang akan datang, sehingga *underpricing* akan menurun.

Adanya peran strategis IPO dalam penciptakan nilai perusahaan dan masih ditemukannya gap empiris dari berbagai penelitian, mendorong dilakukannya analisis terhadap *initial return* untuk menghasilkan model prediksi *initial return* pada perusahaan IPO di Indonesia. Untuk itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Faktor-Faktor yang Menentukan *Initial Return* pada Perusahaan IPO di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2013”.

1.2 Identifikasi, Pembatasan dan Rumusan Masalah

1.2.1 Identifikasi Masalah

Faktor fundamental perusahaan yang ada pada prospektus perusahaan menunjukkan kinerja emiten yang akan menentukan sukses atau tidaknya *go public* suatu perusahaan dan kegiatan perusahaan selanjutnya (Jenkinson, et al, 2001). Faktor fundamental yang ada pada laporan prospektus terdiri dari informasi keuangan dan non-keuangan. Kedua informasi ini merupakan informasi yang dipertimbangkan oleh investor pada saat berinvestasi pada saham IPO, sehingga dapat mempengaruhi *initial return*. Berbagai faktor determinan *underpricing* yang secara konsisten ditemukan yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, dan persentase jumlah penawaran saham. Hasil penelitian di berbagai negara termasuk Indonesia menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Umumnya penelitian-penelitian tersebut tidak mempertimbangkan karakteristik industri dan faktor makro ekonomi.

Karakteristik setiap industri memiliki prospek yang berbeda yang menentukan tingkat return dan risiko (Fiegenbaum, 1990). Hasil penelitian Islam et al (2010) menunjukkan *underpricing* yang terjadi pada sektor manufaktur, perbankan, pelayanan dan industri dasar lebih rendah dibandingkan dengan sektor industri lainnya. Penelitian ini menunjukkan industri tersebut memiliki pertumbuhan usaha yang tinggi sehingga tingkat kepastian yang tinggi menyebabkan penetapan harga IPO tidak dinilai terlalu rendah, dan pada saat diperdagangkan di pasar sekunder harga saham sudah dinilai tinggi oleh investor. Kondisi ini menyebabkan tingkat *underpricing* menjadi rendah (Ljungqvist, et al, 2006 dan Sherman & Titman, 2002). Mengacu pada penelitian tersebut, diduga jenis industri mempengaruhi hubungan *initial return* dengan faktor-faktor determinannya.

Di dalam penelitian ini efek industri yang akan diteliti sebagai faktor moderator adalah kelompok industri jasa dan non-jasa. Pengelompokkan industri jasa dan non-jasa didasarkan pada pengelompokkan sektor yang ada di Bursa Efek Indonesia, yaitu sektor utama terdiri dari sektor pertanian dan pertambangan, sektor manufaktur terdiri dari industri dasar dan kimia, aneka industri, dan industri barang konsumsi, sektor tersier atau jasa terdiri dari sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan, sektor infrastruktur, utilitas, dan transportasi, sektor keuangan, sektor perdagangan, jasa dan investasi. Pengelompokan jenis industri ini dipilih dengan pertimbangan (1) 68% perusahaan yang melakukan IPO berasal dari industri jasa, (2) tingkat *underpricing* perusahaan jasa lebih besar dibandingkan dengan perusahaan non-jasa dan (3) 42,6% perusahaan jasa memiliki tingkat *underpricing* lebih besar dari 36% (sumber : Data yang diolah dari IDX, 2017).

Dari sisi perkembangan sektor real industri jasa yang saat ini mengalami pertumbuhan yang cukup pesat diantaranya industri jasa konstruksi yang tumbuh 30% dalam tiga tahun terakhir. Tren industri konstruksi nasional mengalami kenaikan dari 200 badan yang ditargetkan naik kelas dari kontraktor menengah ke besar hingga tahun 2019 saat ini sudah mencapai 70%. (Yusid, 9 Maret 2017 yang diunduh dari <http://www.pikiran-rakyat.com/ekonomi/2017/03/09/industri-jasa-konstruksi-tumbuh-30-dalam-3-tahun-95729>).

Sektor jasa lain yang ditingkatkan pertumbuhannya adalah sektor transportasi dan pergudangan yang diharapkan tumbuh hingga 7,1% pada tahun 2017. Pertumbuhan sektor ini didorong oleh ekspansi jasa transportasi berbasis aplikasi serta pertumbuhan bisnis kurir sebagai efek dari tumbuhnya bisnis yang berbasis daring (e-commerce). Selanjutnya sektor komunikasi dan informasi diharapkan tumbuh mencapai 10,6%. Pertumbuhan sektor ini akan didorong oleh penetrasi penggunaan telepon seluler, belanja iklan, pengembangan jaringan internet serta layanan 4G (Bambang Brodjonegoro di acara *World Islamic*

Economic Forum (WIFE) 2016 di Jakarta dalam Estu Suryowati, 17/08/2016 diunduh dari <http://ekonomi.kompas.com/read/2016/08/17/053000326/Pemerintah.Genjot.Pertumbuhan.ektor-sektor.Ini.di.2017>). Kemudian sejak tahun 2010 pertumbuhan sektor ICT mencapai pertumbuhan tertinggi dibanding sektor lain, pertumbuhan tertinggi kedua setelah sektor jasa keuangan. Pertumbuhan sektor ICT sebesar 8,47% sementara sektor jasa keuangan dan asuransi tumbuh 3,51% pada triwulan II-2016. (<http://economy.okezone.com/read/2016/12/05/320/1559300/2017-industri-informasitelekomunikasi-tumbuh-pesat>)

Disamping itu, hasil penelitian yang dilakukan Ozdemir & Upneja (2016) bahwa tingkat kelangsungan hidup perusahaan jasa setelah IPO mengalami peningkatan dan menunjukkan kinerja yang unggul dibandingkan dengan perusahaan non-jasa. Selain karakteristik jenis industri, faktor makro ekonomi juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi hubungan *initial return* dan faktor determinannya. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ardiansyah (2004) menunjukkan bahwa kondisi perekonomian berpengaruh signifikan terhadap *initial return*. Menurut Aprilianti (2008) dan Anggoro (2016) bahwa saat tingkat suku bunga tinggi akan menyebabkan meningkatnya *underpricing*. Pada saat suku bunga meningkat, biaya modal perusahaan akan mengalami peningkatan, yang berdampak pada meningkatnya resiko perusahaan. *Underwriter* akan menilai rendah, perusahaan yang memiliki resiko tinggi, hal ini akan berdampak pada penetapan harga IPO yang lebih rendah (Benveniste & Busaba, 1997). Saham yang murah tersebut akan menarik minat investor di pasar sekunder, sehingga permintaan saham akan meningkat dan mengakibatkan *underpricing* mengalami kenaikan (Kim & Shin, 2004). Berdasarkan pertanyaan tersebut, diduga suku bunga memberikan efek moderasi yang dapat menguatkan atau melemahkan hubungan *initial return* dengan faktor-faktor determinannya.

1.2.2 Pembatasan Masalah

Penelitian ini bertujuan untuk mengembangkan model prediksi *initial return* dengan pembatasan masalah yang sebagai berikut :

1. Data yang dipergunakan untuk analisis adalah perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2007 sampai dengan 2013 dan menerbitkan prospektus serta perusahaan tersebut masih tercatat di BEI sampai saat ini.
2. Data kinerja keuangan dan non-keuangan yang digunakan adalah data yang ada pada prospektus awal, yaitu ukuran perusahaan, *leverage* keuangan, profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, dan reputasi *auditor* dan persentase penawaran saham.
3. IPO yang dimaksud disini adalah perusahaan baru pertama kali melakukan IPO, perusahaan yang melakukan *secondary offering*, *right issue* tidak termasuk dalam unit analisis penelitian.
4. Penelitian dibatasi pada hari pertama emiten melakukan IPO saham yang listing di Bursa untuk pengukuran *initial return* saham.
5. Harga saham adalah harga yang terjadi pada waktu penutupan perdagangan.

1.2.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah di atas maka rumusan masalah yang akan diteliti dalam disertasi ini adalah :

1. Bagaimana gambaran ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, persentase jumlah saham yang ditawarkan, dan *initial return* pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013.

2. Apakah terdapat pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, persentase jumlah saham yang ditawarkan terhadap *initial return* pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013 baik secara simultan maupun parsial?
3. Apakah terdapat efek moderasi jenis industri dan tingkat suku bunga terhadap pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, persentase jumlah saham yang ditawarkan terhadap *initial return* pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013 ?

1.3 Tujuan Penelitian

Secara umum penelitian ini bertujuan untuk mengembangkan model prediksi *initial return* pada perusahaan yang melakukan IPO di BEI pada periode 2007-2013. Sedangkan secara khusus penelitian ini bertujuan untuk memperoleh temuan mengenai :

1. Gambaran ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, persentase jumlah saham yang ditawarkan, dan *initial return* pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013.
2. Pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, dan persentase jumlah saham yang ditawarkan terhadap *initial return* baik secara simultan maupun parsial pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013.

3. Efek moderasi jenis industri dan tingkat suku bunga terhadap pengaruh ukuran perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, umur perusahaan, struktur kepemilikan institusional, reputasi *underwriter*, reputasi *auditor*, dan persentase jumlah saham yang ditawarkan terhadap *initial return* pada perusahaan IPO di BEI tahun 2007-2013.

1.4 Kegunaan Penelitian

Kegunaan dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik bagi pengembangan ilmu pengetahuan maupun kegunaan operasional. Berikut penjelasan dari kegunaan penelitian yang dilakukan.

1.4.1 Kegunaan Pengembangan Ilmu

Penelitian ini diharapkan dapat memberi sumbangan ilmiah bagi ilmu pengetahuan sebagai berikut :

1. Membangun model untuk prediksi faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return*.
2. Membangun model untuk prediksi adanya variabel moderating jenis industri dan tingkat suku bunga terhadap hubungan faktor-faktor yang mempengaruhi *initial return*.
3. Memberikan tambahan referensi dalam menentukan *initial return* berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya berdasarkan jenis industri.

1.4.2 Kegunaan Operasional

Adapun kegunaan operasional dari penelitian ini diharapkan dapat diimplementasikan dalam praktek manajemen keuangan sebagai berikut :

1. Dapat menjadi acuan bagi emiten untuk menentukan *initial return* dengan berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya sehingga emiten dapat mengambil keputusan sebelum IPO dengan memperbaiki kondisi keuangan dan non-keuangan yang dimilikinya berdasarkan jenis industri yang dibidangnya. Hal ini dilakukan sebagai upaya untuk melindungi kepentingan emiten, *underwriter* dan investor.
2. Sebagai bahan referensi bagi investor dalam melakukan investasi pada saham IPO dengan memperhatikan faktor-faktor yang dominan mempengaruhi *initial return* saham, sehingga investor dapat memaksimalkan *initial return* saham yang diharapkan melalui investasi saham IPO.
3. Bagi regulator di Pasar Modal, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam menentukan kebijakan pelaksanaan IPO di pasar modal dan mengembangkan produk-produk regulasi baik yang terkait dengan perlindungan bagi investor, maupun regulasi terkait system dan prosedur aktivitas perdagangan di bursa saham.